

Are You Ready for the 4th Industrial Revolution?

2022. 7. 7 (목)

meritz Strategy Daily

전략 공감 2.0

Strategy Idea

High yield 700bp, 위기의 유럽

오늘의 차트

경기침체가 오더라도 실업률은 낮을 수 있다

칼럼의 재해석

미 회사채 시장 검토하기- 연준 Corporate Bond Market Distress index

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다.

본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

Strategy Idea



▲ 채권/자산 전략

Analyst 윤여삼

02. 6454-4894

yeosam.yoon@meritz.co.kr

High yield 700bp, 위기의 유럽

- ✓ 러-우 전쟁의 직접적 타격이 큰 유럽경제, 하이일드 스프레드 670bp로 위기국면 근접
- ✓ 유럽 경제전망은 아직 비관적 수준은 아니지만 높은 물가부담으로 소비심리 위축된데다 생산자물가 부담이 시차를 두고 기업활동에도 제약될 것. 국가마다 사정이 달라 정치&정책적 통합이 어려운 유럽 현실은 분열(fragmentation) 위험까지 거론되고 있어
- ✓ 유럽 저신용채권, 은행주 추가, PIGS 국가 스프레드 주목하며 당분간 위험관리 필요

유럽 금융시장 불안심리 확산, 하이일드 임계치 레벨

불과 2주 전 FOMC가 있었던 6월 중반만 하더라도 미국 중심으로 아직 양호한 경기여건 하에 물가안정을 위한 적극적인 통화정책 환수 및 긴축이 당위적으로 주장되었다. 유럽 또한 ECB의 결단이 필요한 시점이라는 인식이 높아졌다.

선도금리 기준으로 유럽 또한 7월에 금리인상을 단행하여 내년까지 200bp 이상의 금리인상이 반영되었다. 독일채10년 금리는 1.7%대까지 치솟았고, 유럽 대다수 국가들의 금리도 연동되어 올랐다.

긴축 우려에 상승한 유로존 금리
경기침체 우려 반영 하락 반전
신용 스프레드도 빠르게 확대

그러나 7월 들어 독일중심 국채금리는 다시 하락세로 반전되었고, 미국보다 유럽 금융시장 혼란이 더욱 심화되는 양상이다. 가장 대표적인 위험지표인 유로존 하이일드 스프레드(OAS)는 미국보다 90bp 높은 수준까지 확대되었다<그림 1>.

그림1 남유럽 위기 혼란이 지난 이후 유럽 하이일드 스프레드 의미 있는 상단 넘어서



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

S&P가 역사적 기준 기업활동을 영위하기 힘든 신용스프레드로 제시한 700bp에 유로존 평균 하이일드 OAS는 불과 30bp 정도 밖에 남지 않은 670bp 수준이다. B등급 기업들은 이미 팬데믹 당시 평균 OAS 수준인 800bp대로 진입했고, CCC 등급은 1300bp대로 감내가 힘든 상황이다<그림 2>.

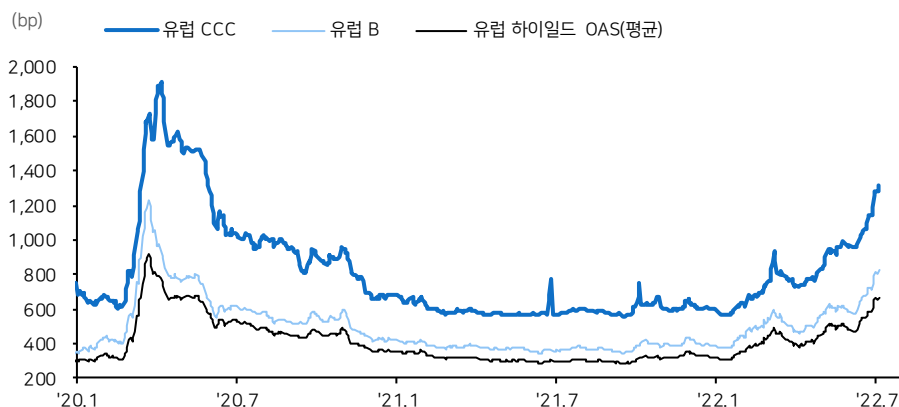
경기 침체 우려 심화되며 은행 주가 하락폭 깊어

문제는 인플레이션 이슈로 통화정책의 환수가 불가피한 상황에서 재정은 일부 에너지 관련 가계 보조금 정도 지원하면서 버티고 있다. 때문에 현재 미국에서 경기 침체 관련되어 일고있는 논란대비 유럽 여건이 더욱 심각하다는 판단이다. 이를 반영하여 유럽의 은행 주가는 팬데믹 극복하고 금리가 오르는 초입 국면 강세를 나타냈던 것과 달리 팬데믹 이전보다 낮은 수준으로 하락 중이다<그림 3>.

21일 ECB 앞두고 금융불안 지속될 가능성 높아

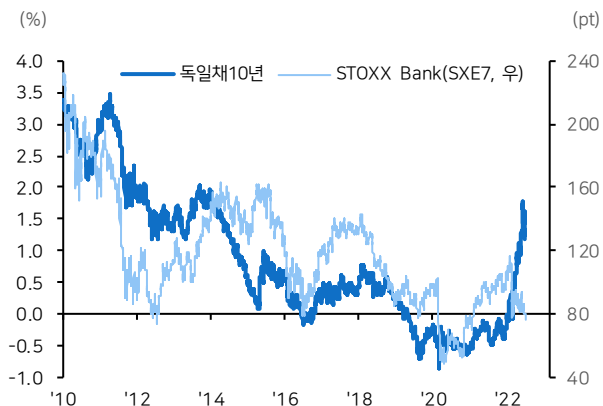
양호한 경기를 기반으로 올라가는 금리야 은행 상대주가를 끌어올릴 정도의 긍정적 재료일 수 있으나 올해 들어와 인플레이션으로 인한 금리상승은 은행주 약세로 이어지고 있다<그림 4>. 당장 7월 21일 예정된 ECB 정책회의 전까지 유럽은 혼란 속에 금융불안의 원흉이 될 가능성이 높아지고 있다.

그림2 유럽 저신용 회사채 B등급 820bp, 위험의 전염력 높아지고 있어



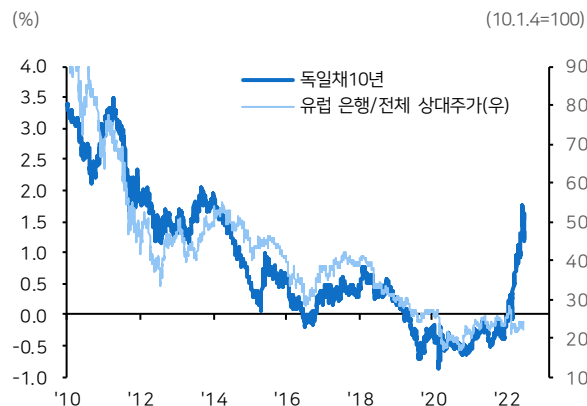
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림3 금리상승에도 유럽 금융주 약세 심화되고 있어



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림4 유럽은행 상대주가 금리상승대비 부진 심화



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

유럽 경제, 전쟁 직격탄 맞아 고물가+저성장의 위험 확산

올해 2월 러-우 전쟁 발발 이후 장기화 위험에 가장 취약한 지역은 유럽이 꼽혔다. 당연히 전쟁 지역이 유럽에 외곽이라고 하나 유럽대륙인데다 자원 의존도 측면에서 취약성이 높았기 때문이다. 현재도 전쟁 불확실성이 높은 가운데 러시아산 자원의 이면 공급으로 아직 경제가 버티고 있으나 분위기는 심각하다.

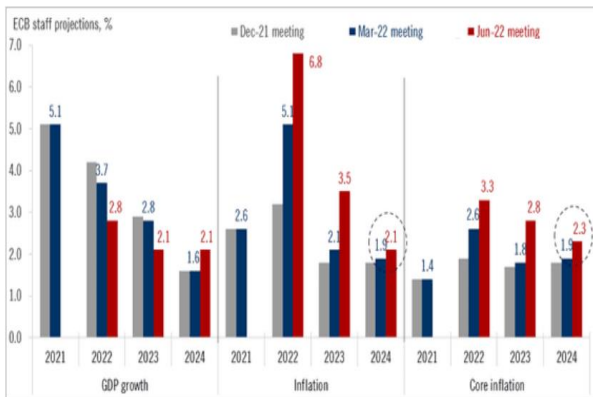
유로존 성장전망 하향압력 높아

ECB는 6월 수정경제전망을 통해 올해와 내년 물가전망을 큰 폭으로 상향하고 성장률 전망은 낮추었지만, 그래도 잠재성장률에서 크게 훼손되지 않는 수준으로 제시했다<그림 5>. 그렇지만 시장 컨센서스 기준으로 올해 2% 성장전망이 위협받고 있고, 내년은 1.8%대를 예상할 정도로 하향 압력이 높다<그림 6>.

PMI 중심 기업활동 위축 가능성 소비심리는 이미 크게 낮아져

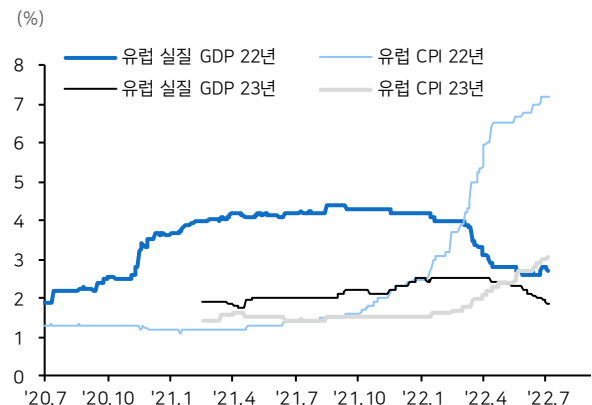
실물 지표는 아직 긍정적 정책효과가 남아있어 당장 심각할 정도는 아니지만 최근 PMI를 중심으로 기업활동의 위축이 심화될 가능성을 보여준다. 유럽연합이 조사하는 전체 경제심리는 양호한 기업활동을 기반으로 버티고 있지만, 소비심리는 고물가와 정책환수 우려 속에 팬데믹에 준할 정도로 낮아졌다<그림 7>.

그림5 ECB 경제전망, 내년까지 성장 낮추고 물가 올리고



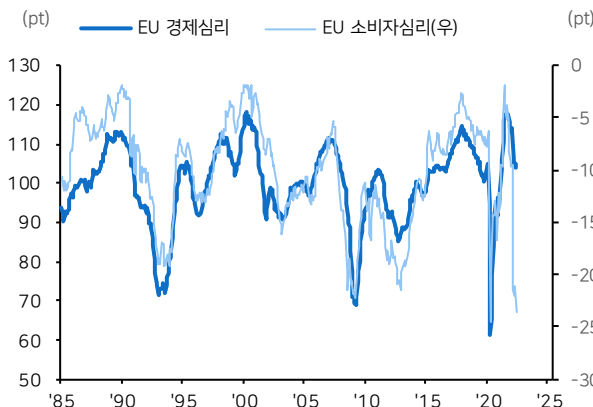
자료: ECB, 메리츠증권 리서치센터

그림6 물가 전망 상향의 반대급부로 성장전망 하향



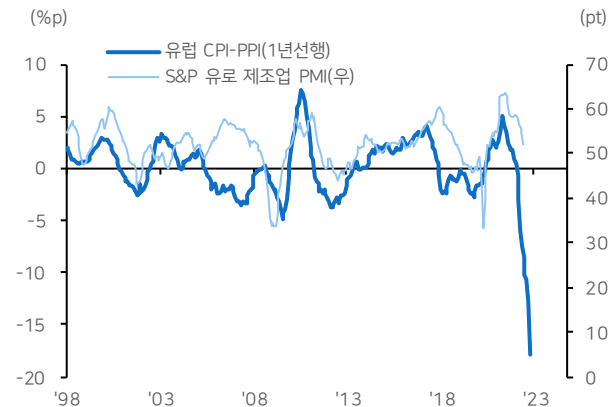
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림7 제조업 중심 경제심리 버텼지만, 심리위축 심화될 듯



자료: Eurostat, 메리츠증권 리서치센터

그림8 높은 생산자물가 부담, 기업 투자심리 부정적 영향



자료: Eurostat, 메리츠증권 리서치센터

공급물가 매우 높은 가운데
긴축으로 기업활동 부담 높아

유럽 물가에서 전쟁 여파로 공급물가인 생산자물가가(PPI) 전년대비 30%대로 급등하면서 물가 부담을 견인하고 있다<그림 8>. 정부 보조금 등으로 소비자물가 전이력을 낮추고 있으나 생산과 소비의 중간에서 기업활동의 부담은 크다. ECB 통화정책 긴축기조까지 더해질 경우 경제의 어려움은 가중될 것이다.

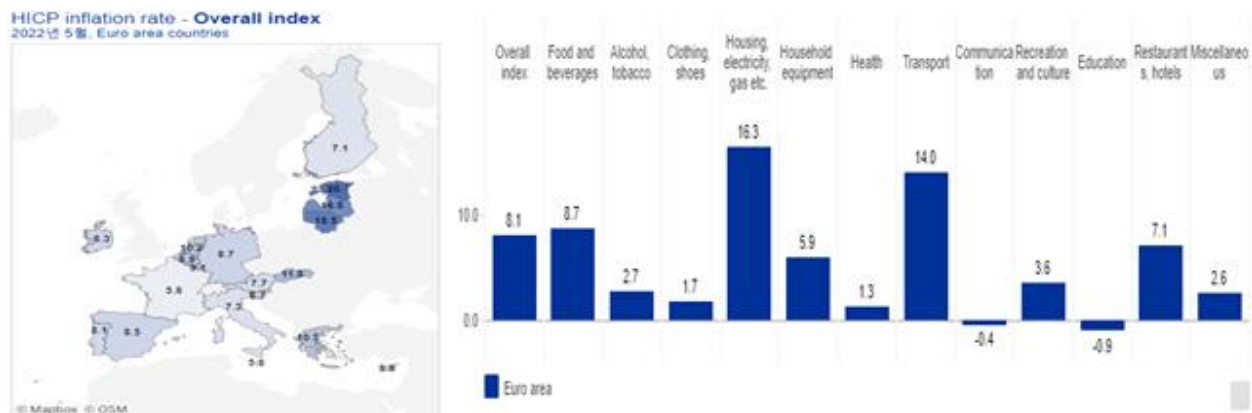
유로존 국가들 처해있는
경제여건 상이

유럽연합이라는 정치&경제 공동체는 제도적으로 하나이지만 내부 사정은 각각 달라 성장과 물가에 대한 입장도 다르다<그림 9>. 아직 CPI가 5%대인 프랑스가 있는 반면 이탈리아는 7%대, 독일 스페인은 8%대, 발트3국과 그리스는 두 자릿수 물가를 기록하고 있다. 물가상승을 주도하는 부분은 주거&전기에너지, 음식료 및 외식 등 생활물가 고통(misery)이 크다.

독일 무역수지 적자 기록하는 등
교역 위축에 경제 취약

유럽은 독일 주도로 경상수지 흑자를 지속해왔는데 최근 에너지문제로 독일이 30년만에 무역수지 적자를 기록하는 등 유럽경제의 기초체력이 무너지고 있다<그림 10>. 현재 지역주의가 부각되면서 세계화가 퇴보되고 향후 교역위축에 대한 우려가 큰데 핵심국가인 중국과 미국보다 유럽이 취약성이 크다<그림 11>.

그림9 유럽 대부분 CPI 상승세 가파르나 여건상 차이 존재 + 주거생활, 운송, 식품&외식 비용 큰 폭으로 증대



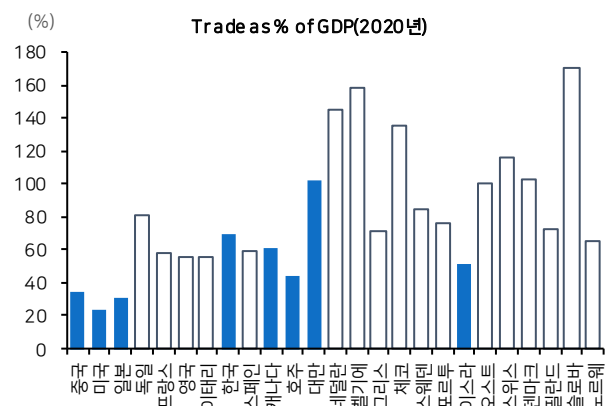
자료: ECB Inflation Dash board(5월), 메리츠증권 리서치센터

그림10 유럽 경상수지 악화, 유로화 약세의 핵심 원인



자료: Eurostat, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림11 세계화 퇴보, 지역주의 부각에 취약한 유럽 경제



자료: WTO, 메리츠증권 리서치센터

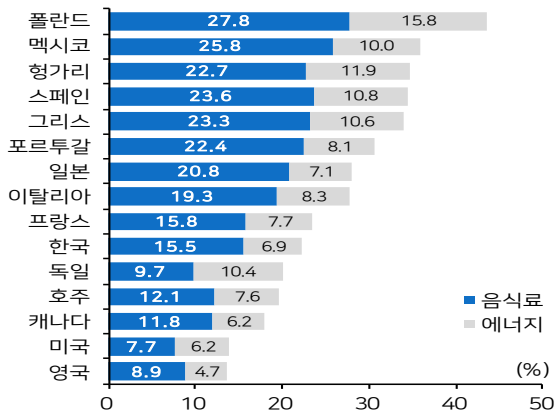
에너지 가격 부담 타 선진국 대비 상대적으로 높아

물가에서 에너지와 식료품이 차지하는 비중이 유럽은 다른 선진경제권보다 높은 편이다<그림 12>. 실제 폴란드와 헝가리 같은 동유럽 지역은 전쟁지역과 가깝기도 하지만, 1차산업 물가민감도가 높아 최근 물가안정을 위해 단기 국채금리가 2000년 이후 최고 수준인 7~8% 수준으로 급격히 상향되고 있다.

이탈리아와 독일 등 유럽 핵심국가는 러시아산 화석에너지 의존도가 30%가 넘어서 정도로 심각하게 높다<그림 13>. 때문에 러시아가 독일에 노드스트림 가스 공급을 60%만 줄어도 전체 독일 에너지의 10% 이상이 줄어드는 충격으로 연결되고 유로존 전기료는 미국대비 상승 기울기가 비교할 수 없다<그림 14>.

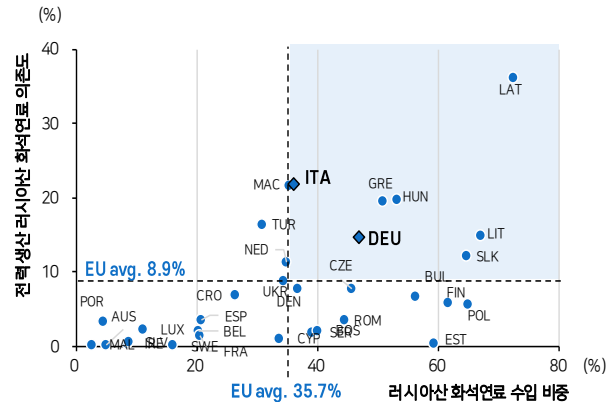
자칫 연말까지 현재 전쟁 흐름이 진정되지 않는다면 전체 수요의 1/6 정도를 줄이고도 새로운 에너지 공급처를 확보해야 한다<그림 15>. 미국 가솔린 가격상승으로 인한 바이든 대통령 지지율 하락보다 유럽경제가 받고 있는 스트레스는 생존 문제까지 연결될 상황이다.

그림12 다수 유럽국가 에너지와 식료품 물가 취약성 높아



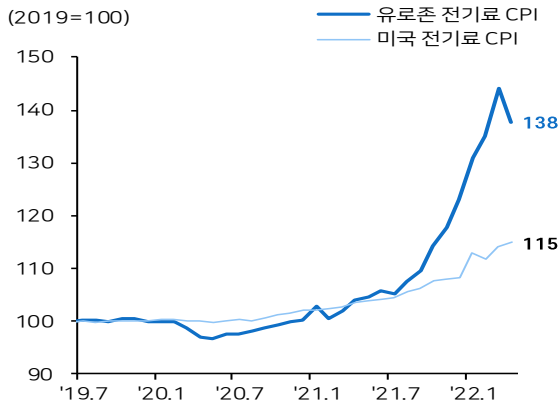
자료: OECD, Eurostat, 메리츠증권 리서치센터

그림13 러시아 에너지 의존도 유럽 쉽게 낮추기 어려워



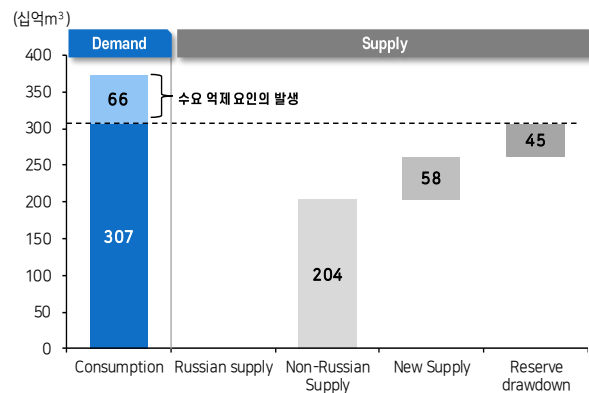
자료: Eurostat, 메리츠증권 리서치센터 계산

그림14 유럽 전기료 고통은 소비위축으로 직결



자료: Eurostat, US BLS, 메리츠증권 리서치센터

그림15 연말 겨울까지 정전 협상 도출 안되면 심각해질 것



자료: IMF, "European Economic Outlook, Box 3." (Apr 2022)

유가 하락, 유럽 중심 경기침체
우려가 주요하게 작용

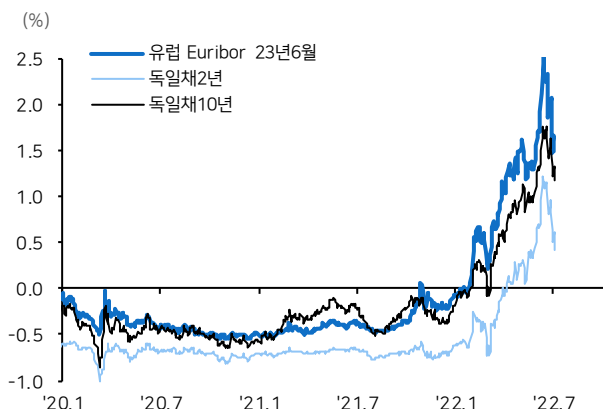
우크라이나 돈바스 지역이 러시아 지배권에 75%가 넘어가면서 정전 협상의 기대가 늘어난 부분도 있다지만, 최근 WTI 유가가 배럴당 100달러를 하회의 핵심은 유럽을 중심으로 한 수요둔화 및 경기침체 우려가 부상하고 있다.

ECB, 적극적 인상 단행할
가능성은 줄어들고 있어

당장 7월 21일 예정된 ECB 통화정책 회의에서 8%를 넘어선 CPI 안정을 위해 금리인상이 단행될 것이라는 전망이 우세하지만, 미국 같은 적극적 인상을 단행할 가능성은 줄어들고 있다. 내년 중반까지 전망도 300bp에 가까운 기준금리 인상기대를 반영했다가 최근 200bp 정도로 낮아지면서, 독일채2년 금리가 1.0%까지 올랐다가 0.5% 밑으로 반락하는데 영향을 미쳤다<그림 16>.

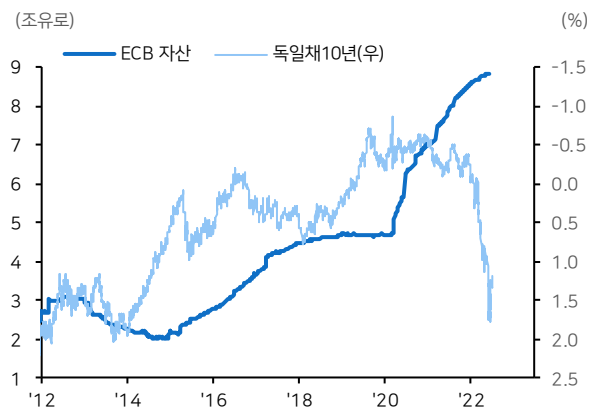
ECB는 양적완화를 중단하고 채권을 줄여야 하는 상황이지만 아이러니하게도 채권을 매수하지 않는 시점부터 금리는 반락세로 돌아섰다<그림 17>. 그만큼 경기애 대한 부담이 커졌다고 볼 수 있겠는데, 경제가 가장 견실한 독일의 실업률은 5월에 예상을 큰 폭으로 상회했고, 물가는 6월에 우려보다 상승 강도가 낮았다<그림 18, 19>. 유럽 전체 물가가 6월에도 예상을 크게 상회한 것과 다른 결과다.

그림16 유럽 통화정책 기대 위쪽에서 다시 아래로 급락



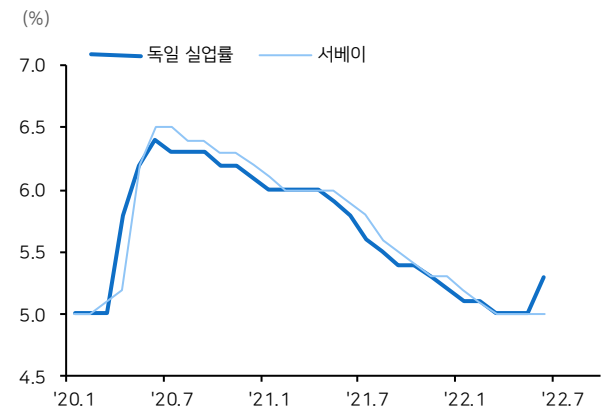
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림17 ECB 자산 축소 확정에 시장금리 상승세 오히려 주춤



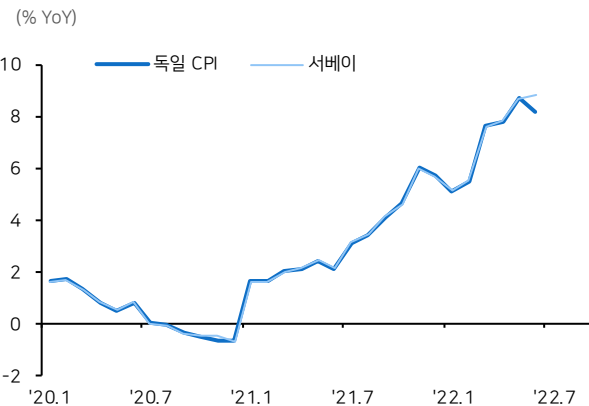
자료: ECB, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림18 독일 5월 실업률, 예상보다 큰 폭으로 상승



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림19 물가 역시 6월 수치 예상을 하회



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

현재 독일의 실업률 상승과 물가 반락은 직접적 경기 요인이라고 보기보단 우크라이나 난민 유입으로 인한 노동력 증가와 물가안정 위한 정부보조금(유류세 할인) 역할이 컸다<그림 20>. 그럼에도 이면에는 독일 최대 전력공급업체인 Uniper의 12조원 규모의 구제금융 이슈와 노르웨이 가스공급자 파업사태와 같은 문제는 유럽경제의 스트레스를 더욱 높이는 이슈이다<그림 21>.

블룸버그에서 뉴스트렌드를 분석하는 톱 기준으로 최근 유럽의 위기(crisis) 관련 된 기사량은 늘어나고 있다<그림 22>. 이보다 좀 더 민감도가 있게 검토되고 있는 새로운 불안 재료는 유럽연합의 분열(fragmentation) 관련 뉴스가 늘어나고 있다는 점이다. 단일 국가의 경우 경제여건이 어려울 때 좀 더 뭉쳐져서 정책적 대응노력이 강화되는 반면 유럽은 태생적인 각자도생의 위험성이 있다.

독일 국가 위험성을 점검하는 CDS는 올해 1분기말보다 낮아 아직 전방위적 위험 구간은 아닐 수 있다. 다만, 독일 증시는 팬데믹 이후 의미있는 반등 구간인 2020년 하반기 레벨보다 주가가 낮아지고 있다<그림 23>.

그림20 독일 고용과 물가 관련해서 해석의 여지 있어

German unemployment rises in June as Ukrainian refugees look for work

Reuters

German Inflation Eases on Temporary Government Relief Measures

- Consumer prices increased by 8.2% in June; est. 8.8%
- Lower fuel taxes, public transport discounts ease price surge

자료: Reuter, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림21 유럽 에너지 관련 긴장감 고조되고 있어

Germany prepares to take possible Uniper stake, Handelsblatt reports

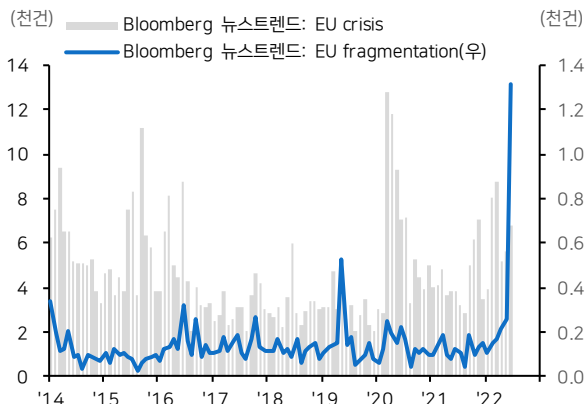
Energy crisis (+ Add to myFT)

Norway strikes threaten to cut off gas supplies to UK within days

Europe's energy crisis intensifies as Equinor begins shutting down oil and gasfields

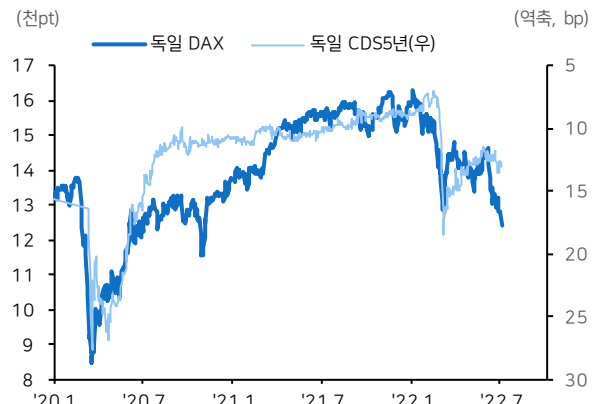
자료: Reuter, FT, 메리츠증권 리서치센터

그림22 유럽 경제 관련된 분열과 위기 우려 늘고 있어



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림23 2020년 하반기 이후 독일 주가 바닥 수준 급락



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

유럽 경제 요인 이외 정치적 혼란까지 감안 주목해야

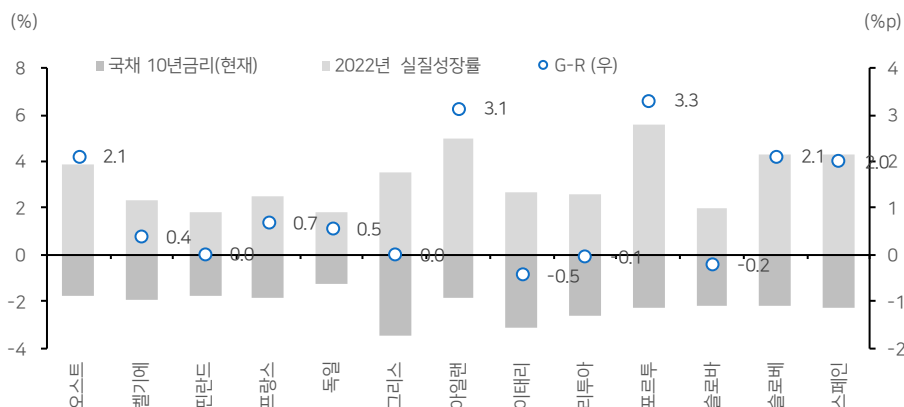
6월 ECB 회의를 통해서 라가르드 총재는 유럽의 분열위험을 직접적으로 언급했다. 때문에 6월 초 회의 이후 FOMC 이후 긴급회의까지 열면서 현재 ECB 양적완화가 종료되더라도 ECB자산의 재투자를 균형감 있게 유지하면서 일부 취약국가들의 금리상승을 통제하도록 노력하겠다고 밝혔다.

과거 2012년 남유럽 위기를 거치면서 ESFS와 ESM같은 안전장치들을 마련했고, 이후 추가적인 위험은 없었지만 올해를 거쳐 내년까지 유럽 경제는 현재 올라온 금리수준만 해도 견딜 수 있는 정도인지를 의심하기 시작했다.

취약국가들, 성장 대비 높은
비용 감내할 수 있을지 의문

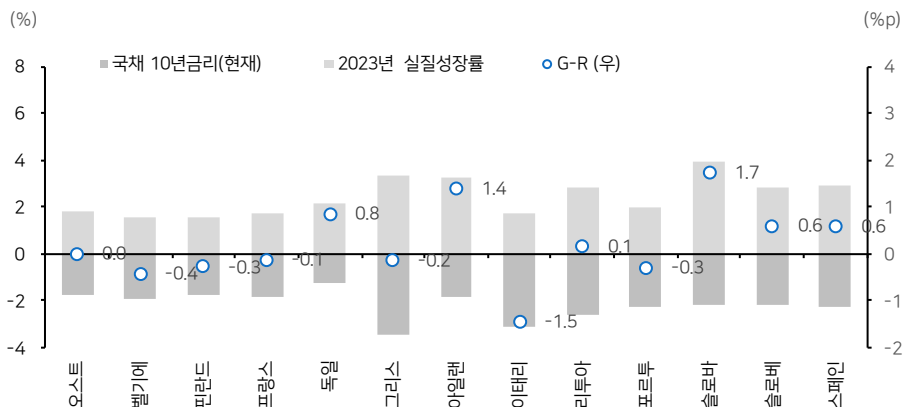
IMF가 주장해온 r-g(비용-성장)기준 올해는 그나마 다수 유럽 국가들의 금리를 감내할 수 있겠으나 내년부터는 부채의 취약성이 높은 이탈리아를 중심으로 다수 지역에서 현재 금리를 감당하기 힘든 성장전망을 내놓고 있다<그림 24, 25>. 문제는 현재 내년 성장률 전망이 하향조정이 심화되고 있는 사정까지 감안하면 고물가 부담에도 유럽연합 유지를 위한 정책적 지원이 불가피한 면도 있다.

그림24 2022년은 그나마 양호한 성장 여건에 금리수준이 감당 가능하나...



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림25 2023년부터 대부분 유럽 국가들 현금리 수준을 감당할 성장 만들기 힘들어져



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

올해 1분기 러-우 전쟁 이후 유럽은 정치&정책적으로 많은 혼란이 나타나고 있다. 현재 ECB의 금리인상 기대가 정부부채 부담이 높은 이탈리아 같은 국가에는 다시금 2012년 남유럽 위기와 유사한 충격을 유발할 수 있다는 염려가 제시될 정도다. 때문에 ECB 총재가 조기에 진화에 나설 정도로 노력했지만, 물가와 경기 사이에서 정책 혼선은 당분간 불가피할 것이다.

유럽 경상적자, 분열위기 반영 유로화 약세 지속

앞서 유럽의 저신용기업(high yield) 스프레드 700bp의 위협과 유럽 은행주 주가 바닥 테스트 같은 신용지표 위험도 점검이 중요하나 근본적 위험(principle risk)인 이탈리아와 독일채 스프레드 확대 여부 확인도 중요하겠다<그림 26>. 유럽의 경상적자로 인한 유로화 약세요인에 분열위기까지 유로화는 부담이 많다.

ECB의 Pivot에 주목할 필요

이전 남유럽 위기 대비해서 독일채대비 위험국가들의 10년 금리 스프레드는 아주 높아 보이지 않지만, 인플레이션 만들어낸 절대 금리 부담은 2014년 이후 최대 수준을 나타내고 있다<그림 28>. 우리는 현재 미국 경제침체와 파월의장의 피벗을 기대하고 있지만, 그 전에 라가르드 입을 더 주목해야 할 상황이다.

그림26 이탈리아-독일 국채 스프레드 유로화 약세와 연동된 정치적 위험



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림27 PIGS 국가 스프레드 아직은 안정적인 듯 보이지만



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림28 절대금리 부담은 이미 2014년 이후 최고치 수준

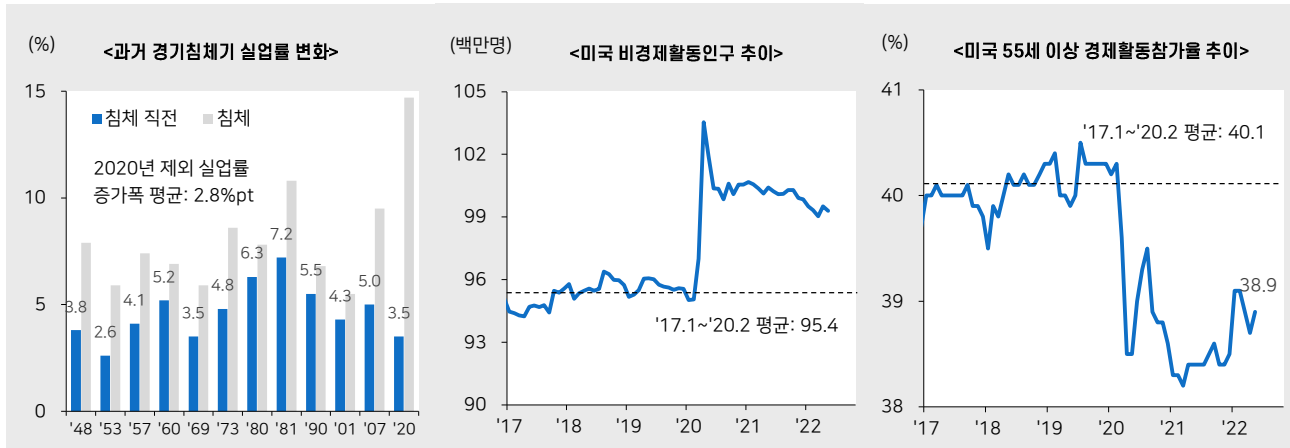


자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

오늘의 차트

박수연 연구원

경기침체가 오더라도 실업률은 낮을 수 있다



자료: US BLS, 메리츠증권 리서치센터

경기침체 우려에도 강한
미국 노동시장

경기침체를 우려하는 목소리가 커지고 있지만 경기침체가 실재하는지에 대한 의문이 드는 것도 사실이다. 이는 무엇보다도 현재의 노동시장이 매우 강하기 때문이다. 미국 5월 비농업 취업자수는 39.0만명 증가하며 인구증가분(12.0만)을 상회했고, 실업률은 3.6%로 매우 낮은 수준에 머물렀다.

하지만 실업률이 당장 낮다고 해서 침체가 오지 않는다고 말할 수 없다. 침체 직전 실업률이 현재보다 낮았던 1953년, 1969년, 2020년에도 경기후퇴가 있었고 침체를 경험하는 동안 실업률은 각각 5.9%, 5.9%, 14.7%까지 상승했다.

노동시장 구조적 변화 있을 경우,
실업률-경제성장률 역의 관계
깨질 가능성 높다는 연구 발표됨

통상적으로 실업률과 경제성장률간 역의 상관관계는 오쿤의 법칙으로 설명된다. 실업률이 1% 상승할 때마다 실질GDP가 2.5% 감소한다는 경험적 법칙이다. 그러나 Foroni, Furlanetto(2022)는 노동시장에 구조적 변화가 있을 경우, 오쿤의 법칙에서 벗어날 가능성이 높음을 증명한 바 있다. 대표적으로 그들이 제시한 구조적 변화는 1) 자동화 충격과 2) 노동공급 충격이다.

미국 노동시장의 경우, 팬데믹 이후 '노동공급 충격'을 경험했다. 무엇보다도 비경제활동인구가 팬데믹 이전대비 높은 수준에서 횡보한다는 점에서 그러하다. 2017년부터 팬데믹 이전까지 비경제활동인구는 평균 9,536만명이었으나, 2022년 5월에는 아직 9,930만명이다. 이는 상당부분 팬데믹발 베이비부머 세대의 조기은퇴에 기인한다. 동기간 미국 55세 이상 경제활동참가율은 평균 40.1%였으나, 현재 38.9% 수준에 불과하다.

노동시장 여건이 이번 경기침체의
핵심변수가 아닐 가능성

따라서 이번 경기침체가 현실화되더라도 과거처럼 실업률이 큰 폭 증가할 가능성은 낮다는 판단이다. 그리고 노동시장이 핵심 변수가 아닌 만큼, 제조업 업황 둔화, 소득 등 다른 변수들을 종합적으로 고려한 정책 결정이 필요하다는 생각이다.

칼럼의 재해석

임제혁 연구원

미국 회사채 시장 여건 검토하기- 연준 Corporate Bond Market Distress Index (NY Fed)

연준이 회사채 시장의 부실화(Distress)정도를 측정하는 CMDI를 발표했다. 기존의 크레딧 시장의 리스크를 측정하는 지표와 차별점은 변수로 유통시장에서의 가격과 더불어 발행시장 여건도 종합적으로 고려한다는 점이다.

회사채 시장의 신용경색을 정확히 판단하기 위해서는 가격 지표뿐만 아니라 유동성 여건을 살펴봐야 한다. 이에 더해, 유통시장과 발행시장이 같은 방향으로 움직이지 않기 때문에 유통시장 여건의 악화가 발행시장으로 이어지는지 확인해야 한다. 전반적으로 발행-유통 시장은 상관관계가 작거나 영향력이 상쇄되는 측면도 있으나, 금융시장의 혼란이 가중되었던 2008년 GFC와 같은 국면에서는 유통시장에서의 스트레스가 심화되며 유통-발행시장의 하위항목 지수가 특정 시점에서는 동행성을 가지고 전반적으로 상승해왔다.

현재 헤드라인 기준으로 CMDI 지수는 정상 수준의 시장 기능을 보여주고 있다. 특히 HY 지수는 상승폭이 크지 않으나, 만기가 본격적으로 도래하는 '23년부터 스트레스는 점차 확대될 것으로 보인다. 회사채 시장이 실물경제와 밀접한 관계를 갖는다는 점을 고려했을 때, '23년 예상보다 빠른 연준의 pivot 가능성을 점치기 위해 회사채 시장의 경색은 여부는 중요한 판단 기준으로 작용할 것이다.

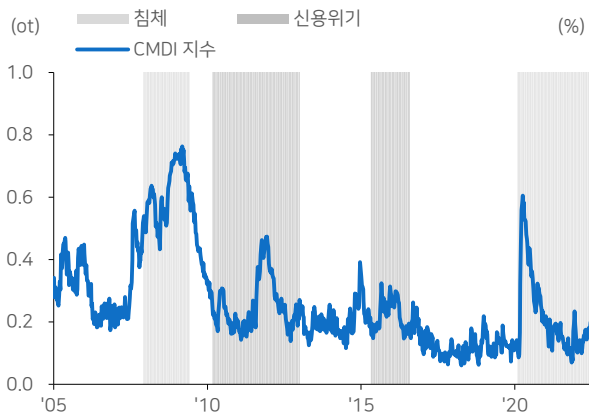
연준, 회사채 시장의 건전성을 종합적으로 반영하는 지표 발표

CMDI, 가격/유동성, 발행/유통
시장 종합적으로 검토

연준이 미국 회사채시장의 부실화(distress) 정도를 측정하는 CMDI(Corporate Bond Market Distress Index)를 지난 6월 발표했다. 기존의 크레딧 시장의 리스크를 측정하는 지표와 차별점은 변수로 유통시장에서의 가격지표와 더불어 발행시장 여건도 종합적으로 고려한다는 점이다.

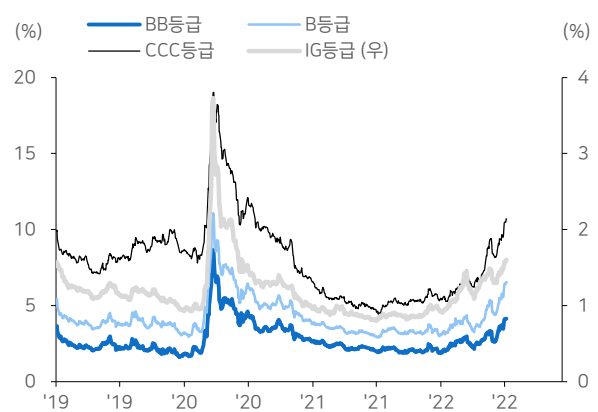
이 지표는 총 7가지 하위항목-발행시장의 발행여건과 가격책정, 유통시장에서의 유동성 여건과 가격지표, 시장에서 유통되지 않는 채권가격-으로 구성되어 있다. 또한 CMDI는 하위항목들을 단순 평균하여 측정하여 산출되지 않는다. 특정 한두 개 변수의 변동성이 확대될 때보다, 전반적인 항목에서의 부실 가능성이 감지되었을 때 더 민감하게 반응하도록 설계되어 있다. 최근 연준의 긴축과 경기둔화로 신용스프레드가 가파르게 상승하는 상황에서 신용경색이 유발될 수 있을지를 다양한 측면에서 확인할 수 있을 것으로 보인다.

그림1 위기 국면별 CMDI 추이



자료: NY Fed, 메리츠증권 리서치센터

그림2 최근 신용스프레드 확대 가팔라



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

가격지표 뿐만 아니라 유동성+발행시장 여건까지 함께 고려

회사채 시장의 부실화는 유통시장의 가격 변동성만으로 설명하는데 어려운 부분이 있다. 신용 스프레드가 빠르게 상승하더라도 해당 반응이 시장에서 제공된 정보가 합리적으로 반영되고 있는 것이라면 유동성 경색이 유발되지 않는 선에서 시장이 원활하게 작동할 수 있기 때문이다.

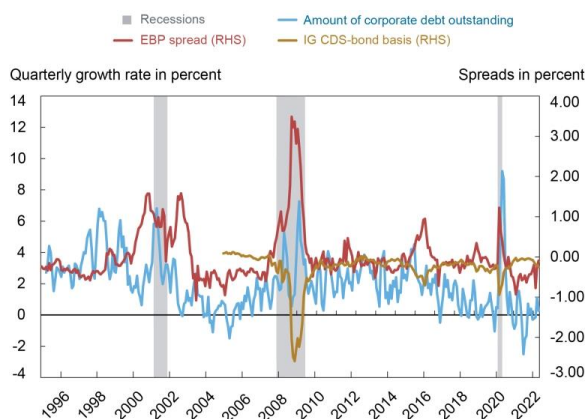
따라서 가격지표와 함께 유통시장에서의 유동성을 함께 살펴보아야 하는데, 1)매수-매도 호가가 안정적인 수준을 유지하고 2)작은 규모의 거래로 가격의 변동성이 확대되지 않으며 3)거래의 체결에 시간이 오래 소요되지 않고 4)일시적인 불균형은 시장의 자정기능으로 가격이 빠르게 정상 수준으로 돌아오는 경우 시장의 양호한 유동성 여건이 유지되고 있다고 볼 수 있다.

유통-발행시장 리세션 국면에서
동행성 보이며 회사채 위축 심화

또한 유통시장에서의 교란이 발행시장의 유동성 위축으로 항상 연결되는 것은 아니기 때문에, 유통-발행시장의 유동성 여건을 종합적으로 고려할 필요가 있다. 대부분의 국면에서는 발행-유통시장의 하위항목들은 영향이 큰 상관관계를 보이지 않거나 일부 상쇄되기도 하였다. 다만 유통시장에서의 위축이 발행시장에 어느정도 선행하는 관계는 있었는데, 1)이는 금융시장에서의 거래가 실물경제에 선제적으로 이뤄진다는 속성과 2)기업들의 자금조달 과정 또한 유통시장에서의 거래보다 더 긴 시간이 소요될 수밖에 없다는 점에서 기인한다.

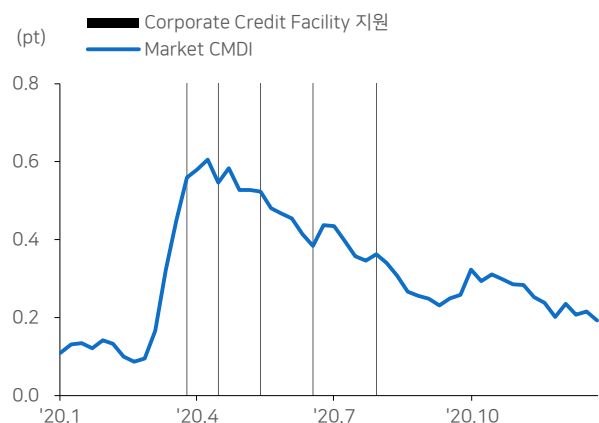
중요한 점은 리세션 국면에서는 유통시장에서의 스트레스가 심화되며 유통-발행시장의 하위항목 지수가 특정 시점에서는 동행성을 가지고 전반적으로 상승했다는 것이다. 회사채 시장의 경색을 정확히 예측하기 위해서는 특정 하위항목의 급격한 변동성 확대보다 전반적인 항목들의 스트레스 정도를 반영하는 것이 중요한 것인데, 이러한 요인을 반영한 CMDI는 시장가격의 변동성 지표보다 선제적인 예측력이 높다. 이번 코로나 국면에서도 발행시장의 위축이 심화되었으나, 연준의 정책적인 대응으로 인해 빠르게 하향 안정화되었다.

그림3 유통-발행시장, 위기국면에서는 동행성 갖고 움직여



자료: NY Fed, 메리츠증권 리서치센터

그림4 코로나 국면에서도 지표 빠르게 상승 이후 하락 반전



자료: NY Fed, 메리츠증권 리서치센터

CMDI, 아직은 정상 수준이나 점차 상승할 것

코로나19 국면에서도 유통시장 CMDI 상승이 발행시장에 선행하였는데, 연준의 자산매입 및 긴급대출기구 설립 등으로 인해 발행시장의 스트레스는 하향 안정화되었다. 이후 완화적인 자금조달 여건을 바탕으로 회사채 시장은 견조한 추이를 보였었다.

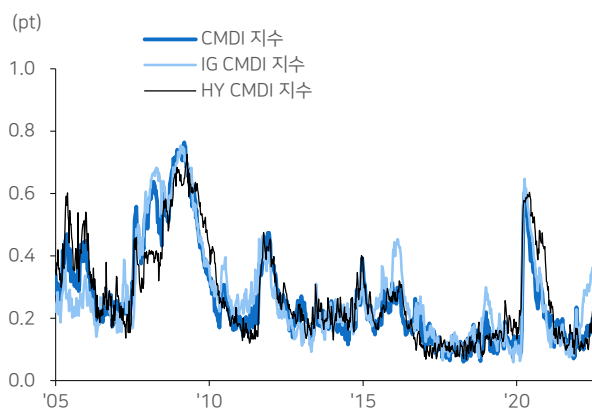
현재도 헤드라인 기준으로 CMDI 지수는 정상 수준의 시장 기능을 보여주고 있다. 그러나 회사채 시장의 상당부분을 차지하는 투자등급 부분의 CMDI가 빠르게 상승하며 팬데믹 초기 국면 이후 최고치를 경신하고 있다. 하이일드 시장에 비해 투자등급이 왜 더 불안한 모습을 보이고 있을까?

아직까지 HY 정상범위 유지중이나 만기 본격적으로 도래하는 '23년 스트레스 확대될 것

최근 채권 시장에서의 자금 유출이 지속되고 있는데, 지난 5월 말부터 채권형 펀드에서 5주 연속 자금이 유출되고 있으며, 이는 6월 FOMC 회의 이후 가속화되고 있다. 이는 HY보다 IG CMDI 지수에 더 큰 영향을 미치고 있는 것으로 보이는데, 이는 최근 HY금리의 상승과 같은 경우 IG보다 일부 특정 기업들이 미치는 영향력이 더 크기 때문인 것으로 보인다. 또한 IG의 평균적인 듀레이션이 HY보다 더 길기 때문에 최근 금리 급등으로 인한 자본손실 리스크 또한 IG가 더 높았다.

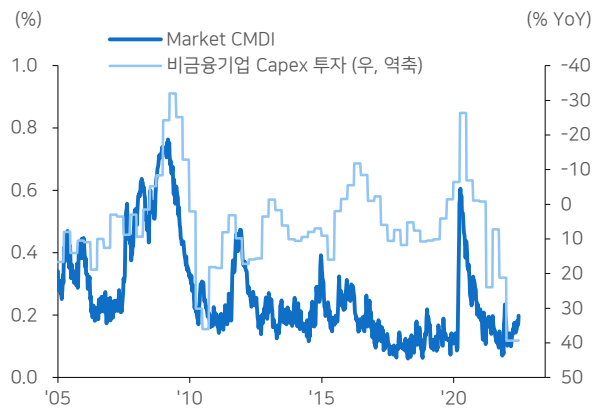
다만 하이일드 발행/유통 시장의 스트레스는 점차 확대될 가능성이 높아 보인다. 아직까지 저금리 기조하에서 발행량이 큰 폭으로 늘어난 것에 비해 '22년 만기가 돌아오는 HY채권이 역대최저치 수준인데, 2023년부터 본격적으로 만기가 돌아오며 상환부담이 가중될 것으로 보이기 때문이다. 이 과정에서 유통시장에서의 가격 변동성이 발행시장으로 연결되며 HY시장의 경색 우려는 점차 확대될 가능성이 높아 보인다. 70%에 가까운 미국 기업들이 회사채 시장을 통해 자금을 조달하고 있다는 점을 고려할 때, 회사채 시장의 스트레스는 전반적인 금융시스템뿐만 아니라 실물경제에도 밀접한 연관성을 가진다. 2023년 예상보다 빠른 연준의 pivot 가능성을 고려할 때 회사채 시장의 경색 정도가 중요한 판단 기준으로 작용할 것이다.

그림5 IG 위주로 CMDI 상승 압력 강화



자료: NY Fed, 메리츠증권 리서치센터

그림6 회사채 여건은 기업투자 등 실물경제와 밀접한 연관



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

원문: Corporate Bond Market Distress Index(CMDI) - NY FED